مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره‌های ٤ و ٥، تیر و مرداد ١٣٩١، صفحات ٩٢- ٧٩

درآمدی بر رابطه بازده غیرعادی سهام و محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی

امیر رسائیان[١]
محمدرضا غفاری[٢]

جریان‌های نقدی از منابع مهم و اساسی در هر واحد تجاری به‌شمار می‌رود و بسیاری از تصمیمات اقتصادی استفاده‌کنندگان براساس آن انجام می‌شود. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به عنوان تأمین‌کنندگان اصلی منابع مالی شرکت از سود و جریان‌های نقدی به‌عنوان معیاری از توانایی واحد تجاری در پرداخت سود سهام و ایفای تعهدات در آینده استفاده می‌کنند. با توجه به ابهامات فنی حسابداری تعهدی و امکانات اطلاعاتی حسابداری نقدی و اینکه هیأت استانداردهای حسابداری به مفید بودن اطلاعات جریان‌های نقدی برای تصمیم‌گیرندگان نیز اعتقاد دارد صورت جریان وجوه نقد می‌تواند اطلاعات مهمی درخصوص مقادیر، دلایل و فواصل زمانی میان سود و دریافت و پرداخت وجه نقد فراهم آورد. همچنین، سرمایه‌گذاران از اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی برای پیش‌بینی بازده سالانه سهام و به‌ویژه بازده غیرعادی سهام که در تصمیم‌گیری اهمیت بسزایی دارد، استفاده می‌کنند. بر این اساس، در این مقاله مبانی نظری ارتباط جریان‌های نقدی و بازده غیرعادی سهام توضیح داده خواهد شد.

واژه‌های کلیدی: جریان‌های نقدی، بازده غیرعادی، محتوای اطلاعاتی.

١. مقدمه

سرمایه‌گذاری یکی از مقوله‌های مهم در هر جامعه می‌باشد و سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری با چندین موقعیت سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند و با توجه به روحیات، نیازها و میزان ریسک‌پذیری خود موقعیتی را انتخاب می‌کنند که دارای بازدهی بیشتری نسبت به بازده بازار باشد. بازده سرمایه‌گذاری تحت‌تأثیر قیمت سهام و توانایی شرکت در پرداخت سود سهام (جریان‌های نقدی) می‌باشد.

هیأت استانداردهای حسابداری مالی در بیانیه ٩٥ این نکته را مطرح می‌کند که توجه به دورنمای جریان نقدی بنگاه پیش از هر چیز ما را به در نظر گرفتن سود شرکت وا می‌دارد و از طریق سودآوری می‌توان دورنمای جریان‌های نقدی را ارزیابی نمود و همچنین آنهایی که سرمایه شرکت را تأمین کرده‌اند

١. کارشناس‌ارشد حسابداری دانشگاه مازندران. rasaiian@gmail.com
٢. کارشناس‌ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه. ghafarim28@yahoo.com

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

چشم انتظار دریافت سود به‌عنوان منبع اصلی جبران سرمایه‌گذاری خویش هستند. حال این درک روشن وجود دارد که هم سودآوری و هم نقدینگی هر دو می‌توانند در تأمین خواست سرمایه‌گذاران برای دستیابی به سود نقدی دخالت داشته باشند و با اهمیت تلقی شوند و به‌دلیل ارتباط بین هدف حسابداری، سود و جریان‌های نقدی است که هیأت استانداردهای حسابداری بر این باور است که مجموعه کامل صورت‌های مالی باید نشان‌دهنده جریان‌های نقدی طی یک دوره معین باشند (هیأت استانداردهای حسابداری مالی[1]، ۱۹۸۷). بدین منظور، سرمایه‌گذاران از سود و جریان‌های نقدی به عنوان معیاری برای ارزیابی بازدهی شرکت استفاده می‌کنند و از آنجایی که توانایی واحد تجاری در پرداخت سود سهام تحت‌تأثیر متغیرهایی از قبیل خالص جریان‌های نقدی عملیاتی و غیرعملیاتی، جریان‌های نقدی حاصل از تغییر در سطح یا میزان سرمایه‌گذاری توسط سهامداران و اعتباردهندگان و جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها می‌باشد تردیدی نیست که نمی‌توان با استفاده از سود حسابداری بسیاری از این متغیرها را ارزیابی نمود و گذشته از آن به تدریج بر مفهوم و اهمیت جریان‌های نقدی (و نه سود) تأکید می‌شود.

۲. جریان‌های نقدی

وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی مهم‌ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است. وجه نقد از طریق عملیات عادی و سایر منابع تأمین مالی به واحد انتفاعی وارد می‌شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، بازپرداخت بدهی‌ها وگسترش واحد انتفاعی به مصرف می‌رسد. سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان برای برآورد گردش آتی وجوه نقد در یک واحد انتفاعی مشخصاً به تأثیر فعالیت‌های حاصل از عملیات عادی، فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری بر گردش وجه نقد اهمیت می‌دهند. براساس بیانیه هیأت استانداردهای حسابداری مالی هدف از گزارشگری مالی خارجی فراهم‌آوردن اطلاعات است، به نحوی که کاربران یا استفاده‌کنندگان بتوانند مقدار، زمان‌بندی و ریسک جریان‌های نقدی آتی مؤسسه را ارزیابی کنند (گاررود و هادی، ۱۹۹۸).

حسابداری تعهدی تلاش دارد تا مجموعه معاملات و سایر رویدادها را در طول همان دوره‌ای که آن معاملات و رویدادها اتفاق افتاده‌اند ثبت کند و همچنین به واسطه باز بودن دست مدیریت در دستکاری اطلاعات مربوط به حسابداری تعهدی از عینیت کافی برخوردار نیست. در حالی‌که اگر سیستم حسابداری برمبنای دریافت و پرداخت نقدی شکل گیرد نه تنها از عینیت کافی برخوردار است، بلکه قابل فهم خواهد بود و نیازی به مفروضات و استدلال‌های پیچیده و مبهم برای درک اطلاعات نیست.

1. Financials Accounting Standards Board (FASB)

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

جریان‌های نقدی نسبت به سود و اقلام تعهدی مبنای بهتری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است، به نحوی‌که سرمایه‌گذاران تا حد بسیار زیادی به پیش‌بینی جریان‌های نقدی به‌دلیل اینکه عینی و احتمال دستکاری آن کم است واکنش مثبت نشان می‌دهند (خدادادی و جان‌جانی، ۱۳۸۹). با توجه به اهمیت اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی، هیأت استانداردهای حسابداری مالی (FASB) در استاندارد حسابداری شماره ۹۵ هدف از این اطلاعات را کمک به سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان در ارزیابی موارد زیر بیان می‌کند (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۷): توانایی شرکت در ایجاد جریان‌های نقدی مثبت در آینده، توانایی شرکت برای پرداختن تعهدات، پرداخت سود سهام و نیاز شرکت برای تأمین مالی خارجی، دلایل وجود اختلاف بین سود خالص و دریافت و پرداخت‌های نقدی، جنبه‌های نقدی و غیرنقدی رویدادهای سرمایه‌گذاری و تأمین مالی شرکت درطول دوره مالی.

کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی حسابداری (IASC)[1] در استاندارد حسابداری شماره ۷ بیان می‌کند که اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی بایستی برای استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی به منظور ارزیابی توانایی واحد تجاری در ایجاد وجوه نقد و نیازهای آن در استفاده از این وجوه سودمند باشد. همچنین، تصمیم‌های اقتصادی استفاده‌کنندگان مستلزم ارزیابی توانایی واحد تجاری در ایجاد، زمان‌بندی و اطمینان از این وجوه می‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی حسابداری،۱۹۹۳).

۲-۱. اجزای جریان‌های نقدی

اجزای تشکیل‌دهنده صورت جریان وجوه نقد با توجه به الزامات حسابداری هر کشور متفاوت می‌باشد که در این قسمت به اجزای صورت جریان وجوه نقد طبق هیأت استانداردهای حسابداری مالی (FASB)، کمیته تدوین استانداردهای حسابداری بین‌المللی (AISC) و کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران اشاره می‌شود.

۲-۱-۱. طبقه‌بندی جریان‌های نقدی براساس FASB

طبق استاندارد حسابداری شماره ۹۵ هیأت استانداردهای حسابداری مالی جریان‌های نقدی ورودی و خروجی به سه طبقه خلاصه می‌شود (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۷):

– فعالیت‌های عملیاتی: شامل وجوه دریافتی حاصل از فروش کالاها و ارائه خدمات، سود سهام دریافتی حاصل از سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها و بازده اوراق قرضه، وجوه پرداختی بابت خرید کالاها و خدمات، وجوه پرداختی به کارکنان، وجوه پرداختی بابت مالیات بر درآمد، بهره پرداختی به

1. International Accounting Standards Committee

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

اعتباردهندگان و بطور کلی کلیه وجوه دریافتی و پرداختی که نمی‌توان تحت‌عنوان فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و یا تأمین مالی طبقه‌بندی نمود.

– فعالیت‌های سرمایه‌گذاری: شامل وجوه دریافتی یا پرداختی بابت خرید یا فروش اوراق قرضه (غیر از وجوهی که معادل وجه نقد می‌باشند)، دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری در سهام سایر شرکت‌ها.

– فعالیت‌های تأمین مالی: وجوه دریافتی یا پرداختی بابت انتشار و بازخرید اوراق قرضه، تحصیل و بازپرداخت وام‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، وجوه دریافتی بابت صدور سهام، وجوه پرداختی بابت سود سهام.

به منظور تهیه خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، هیأت استانداردهای حسابداری هم روش مستقیم و هم روش غیرمستقیم را مجاز دانسته اما تأکید آن طبق پاراگراف ۲۷ استاندارد حسابداری شماره ۹۵ روش مستقیم است. در صورتی که در عمل بیشتر از روش غیرمستقیم استفاده می‌شود (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۷).

۲-۱-۲. طبقه بندی جریان های نقدی براساس IASC

طبق استاندارد حسابداری شماره ۷ کمیته تدوین استانداردهای بین المللی جریان‌های نقدی ورودی وخروجی وجه نقد به سه طبقه به شرح زیر بیان می‌شود (کمیته تدوین استانداردهای بین‌المللی حسابداری، ۱۹۹۳):

– فعالیت‌های عملیاتی: فعالیت‌های اصلی مولد درآمد در واحد تجاری و فعالیت‌های دیگری که جزء فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و تأمین مالی نباشد که شامل وجوه نقد دریافتی از مشتریان بابت فروش کالا و ارائه خدمات، وجوه دریافتی بابت کمیسیون‌ها و حق مشاوره‌ها، وجوه پرداختی به فروشندگان و ارائه‌دهندگان خدمات، وجوه پرداختی به کارکنان، وجوه پرداختی بابت مالیات بر درآمد می‌باشد.

– فعالیت‌های سرمایه‌گذاری: شامل فعالیت‌های مربوط به تحصیل، ایجاد و فروش دارایی‌های ثابت، سرمایه‌گذاری و یا قرض‌دادن وجه نقد به سایر شرکت‌ها، سود و بهره مربوط به وجوه سرمایه‌گذاری شده در سایر شرکت‌ها و وجوه حاصل از عملیات بازرگانی که جزء فعالیت اصلی شرکت نباشد.

– فعالیت‌های تأمین مالی: فعالیت‌هایی که باعث تغییر در اندازه و ترکیب واحد تجاری می‌شود که شامل وجوه حاصل از دریافت و بازپرداخت تسهیلات و قرض‌های واحد تجاری، وجوه حاصل از انتشار و یا باز خرید سهام شرکت می‌باشد.

کمیته تدوین استانداردهای حسابداری بین‌المللی هر دو روش مستقیم و غیرمستقیم را برای تهیه جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی مجاز دانسته و تأکید آن بیشتر بر روش مستقیم است. همچنین، این استاندارد سود دریافتی حاصل از سرمایه‌گذاری و سود و کارمزد حاصل از انتشار اوراق قرضه و وام را برای

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

شرکت‌هایی که فعالیت اصلی آن سرمایه‌گذاری نیست می‌توان به‌ترتیب جزء فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و فعالیت‌های تأمین مالی یا هر دو را جزء فعالیت‌های عملیاتی و سود پرداختی به سهامداران را می‌توان جزء فعالیت‌های تأمین مالی یا فعالیت‌های عملیاتی گزارش نمود.

۲-۱-۳. طبقه‌بندی جریان‌های نقدی براساس نظر کمیته تدوین استانداردهای حسابداری ایران

الزامات مربوط به نحوه ارائه صورت جریان وجوه نقد و موارد افشای مربوط در استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران با عنوان صورت جریان وجوه نقد تشریح شده است. طبق استاندارد مذکور صورت جریان وجوه نقد باید منعکس‌کننده جریان‌های نقدی طی دوره تحت سرفصل‌های اصلی زیر باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵):

- فعالیت‌های عملیاتی
- بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تأمین مالی
- مالیات بر درآمد
- فعالیت‌های سرمایه‌گذاری
- فعالیت‌های تأمین مالی

تغییر در نحوه ارائه صورت جریان وجوه نقد توسط کمیته تدوین استانداردهای حسابداری توجیه‌پذیر بوده به نحوی که روش ۵ بخشی نسبت به روش ۳ بخشی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران حرفه‌ای اطلاعات مفیدی ارائه می‌کند (اعتمادی و تاری‌وردی، ۱۳۸۵). این استاندارد روش خاصی برای گزارش جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی توصیه نکرده اما در عمل به‌دلیل کم‌هزینه بودن و آسان‌بودن در تهیه جریان وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی روش غیرمستقیم استفاده می‌شود.

۲-۱-۳-۱. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی

جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی یکی از شاخص‌های اصلی ارزیابی این موضوع است که عملیات واحد تجاری تا چه حد به جریان‌های وجه نقد کافی جهت بازپرداخت وام‌ها، نگهداشت توان عملیاتی واحد تجاری و پرداخت سود سهام منجر شده و انجام سرمایه‌گذاری‌های جدید را بدون تمسک به منابع مالی خارج از واحد تجاری میسر کرده است که این جریان مکرر و با اهمیت در اغلب واحدهای انتفاعی از طریق فروش محصولات یا ارائه خدمات یعنی از محل مبالغ وصولی از مشتریان، وجوه پرداختی به فروشندگان مواد و کالا و ارائه‌دهندگان خدمات مورد نیاز، وجوه پرداختی به کارکنان بابت حقوق و دستمزد و سایر پرداخت‌های نقدی بابت هزینه‌ها کسب می‌شود. در واقع، مهم‌ترین و معمول‌ترین جریان نقدی مرتبط با فعالیت‌های‌عملیاتی‌است که درجهت‌هدف کسب‌سودخالص می‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵).

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان که تأمین‌کنندگان اصلی سرمایه شرکت هستند در تصمیم‌گیری‌های خود بیشتر از اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی عملیاتی استفاده می‌کنند، به دلیل اینکه از لحاظ بیان و پیش‌بینی‌پذیری بازده اوراق بهادار توانمندی زیادی دارند و حاضر نیستند در شرکتی سرمایه‌گذاری کنند که از فعالیت‌های عملیاتیش نقدکافی فراهم نمی‌شود (یحیایی و همکاران، ۲۰۱۰). با توجه به اینکه جریان وجوه نقد عملیاتی بطور عمده تحت تأثیر سود (زیان) شرکت‌ها می‌باشد مبین کیفیت سود است (دستگیر و خدابنده، ۱۳۸۲). علاوه بر این، در پژوهش‌هایی که در رابطه با اهمیت اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی و تعهدی در پیش‌بینی سودهای آتی و بازده سهام انجام شده بیشتر بر جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به جریان‌های تعهدی تأکید شده است (خدادادی و جان‌جانی، ۱۳۸۸، تائو وانگ و همکاران، ۲۰۱۰ و جاشو و همکاران، ۲۰۰۸).

همچنین، نحوه گزارش اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی عملیاتی(روش مستقیم و روش غیرمستقیم) نیز می‌تواند بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در پیش‌بینی قیمت و بازده سهام تأثیرگذار باشد. روش مستقیم به‌دلیل اینکه دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی عملیاتی را بطور جداگانه در صورت جریان وجوه نقد گزارش می‌کند هم در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و هم در پیش‌بینی بازده سهام شرکت اطلاعات مفیدتری نسبت به روش غیرمستقیم ارائه می‌کند (نیل و همکاران، ۲۰۱۰). در پژوهش دیگری نیز برتری بین نحوه گزارش جریان‌های نقدی عملیاتی قائل نشده و هر دو روش را برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی و بازده سهام مفید می‌دانند(هاشمی و درویشی، ۱۳۸۷). البته روش‌های مستقیم و غیرمستقیم از اطلاعات صورت سودوزیان که مبتنی بر حسابداری تعهدی می‌باشد بدست می‌آیند که هر دو روش غیرمستقیم می‌باشند و نامگذاری آن به روش مستقیم صحیح نمی‌باشد (باباجانی، ۱۳۸۹).

۲-۱-۳-۲. بازده سرمایه‌گذاری و سود پرداختی بابت تأمین مالی

هیأت استانداردهای حسابداری مالی، سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را کسانی معرفی می‌کند که وجوهی را در شرکت سرمایه‌گذاری کرده‌اند و چشم انتظار دریافت سود به عنوان جبران سرمایه‌گذاری خود هستند. معمولاً وجوهی که به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان بابت عواید حاصل از سرمایه‌گذاری و یا اعتباردهی پرداخت می‌شود بصورت سود سهام و بهره می‌باشد که این اطلاعات مرتبط با ساختار سرمایه است و در صورت جریان وجوه نقد در قسمت بازده سرمایه‌گذاری و سود پرداختی بابت تأمین مالی گزارش می‌شود (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵). یکی از مهم‌ترین اجزای این جریان نقدی سود نقدی سهام است. توزیع سود نقدی سهام دارای بار و محتوای اطلاعاتی بر بازار بوده به نحوی که تغییر در میزان توزیع سود نقدی سهام باعث تغییر در قیمت و نهایتاً بازده سهام می‌شود و سرمایه‌گذاران از سود سهام به‌عنوان معیاری برای کسب بازده بیشتر و در نتیجه حداکثر نمودن ثروت خود استفاده می‌کنند(یحیایی و همکاران، ۲۰۱۰). علاوه بر این، مدیران زمانی که چشم‌اندازهای مالی آتی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

واحد تجاری را مطلوب پیش‌بینی کنند به توزیع سود سهام اقدام می‌کنند، لذا اعتباردهندگان می‌توانند از سود سهام به‌عنوان معیاری از توانایی واحد تجاری در ایفای تعهدات خود در آینده استفاده و در مورد اعطاء اعتبار به آن واحد تجاری تصمیم‌گیری نمایند (تائووانگ و همکاران، ۲۰۱۰). همچنین، استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی از اطلاعات مربوط به هزینه بهره و بازپرداخت آن به‌منظور ارزیابی توان واحد تجاری در ایفای تعهدات خود در آینده نیز استفاده می‌کنند. ارزیابی توان واحد تجاری از نظر سرمایه‌گذاران به این دلیل با اهمیت است که ممکن است شرکت با تهدید ناشی از ناتوانی در بازپرداخت تعهدات در آینده روبرو شود و این ناتوانی باعث می‌شود هزینه بهره اخذ وام‌های جدید و در نتیجه ریسک افزایش یابد که این افزایش ریسک باعث خواهد شد بازار از لحاظ قیمت و بازده سهام از خود واکنش نشان دهد(هندریکسن و ون‌بردا، ۱۳۸۵).

۲-۱-۳-۳. وجوه پرداختی بابت مالیات بر درآمد

وجوه پرداختی بابت مالیات بر درآمد تنها مربوط به پرداخت‌ها، علی الحساب‌ها و استرداد مبالغ پرداختی از بابت مالیات بر عملکرد می‌باشد و شامل مالیات‌های تکلیفی نیست. با توجه به اینکه مالیات زمانی پرداختنی است که سود مشمول مالیات توسط واحد تجاری تحصیل شده باشد و چون مالیات براساس درصدی از سود مشمول مالیات محاسبه می‌شود می‌توان آن را نوعی توزیع سود محسوب و دولت را به‌عنوان شریک در واحد تجاری قلمداد کرد (شباهنگ، ۱۳۸۱) و از آنجایی که توزیع سود سهام برای بازار دارای محتوای اطلاعاتی و تأثیرگذار بر قیمت و بازده سهام می‌باشد می‌توان از وجوه پرداختی بابت مالیات بردرآمد و تطبیق آن با سود مشمول مالیات به‌عنوان معیاری برای ارزیابی واحد تجاری در جهت کسب سود و بازده بیشتر استفاده نمود.

۲-۱-۳-٤. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری

عملکرد موفق شرکت‌ها می‌تواند در ایجاد انگیزه اقتصادی سرمایه‌گذاران و در نتیجه رشد اقتصادی کشور مؤثر باشد. این مهم که به کسب بازده بیشتر برای شرکت‌ها وسرمایه‌گذاران منجر می‌شود در گرو افزایش فعالیت‌های سرمایه‌گذاری برای تولید در مقیاس وسیع است. فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر مرتبط با تحصیل و فروش سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت، دارایی‌های ثابت مشهود و نامشهود و نیز پرداخت و وصول تسهیلات اعطایی به اشخاص مستقل از واحد تجاری بجز کارکنان می‌باشد (کمیته تدوین استانداردهای حسابداری، ۱۳۸۵) که سرمایه‌گذاران علاوه بر توجه به اهداف و سیاست‌های قبلی شرکت در جهت کسب سود و جریان‌های نقدی دیدگاه‌های آتی واحد تجاری را در مورد مکانیزه کردن، توسعه و جایگزینی ماشین‌آلات و همچنین سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت که مولد سودآوری

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

و نقدینگی در واحد تجاری هستند را در تصمیم‌گیری‌های خود به منظور پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی، قیمت و نهایتاً بازده غیرعادی سهام مدنظر قرار می‌دهند (گارود و هادی، ۱۹۹۸).

۲-۱-۳-۵. جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های تأمین مالی

از آنجایی که شرکت‌ها در شکوفایی اقتصاد نقش بسزایی دارند، توجه نمودن به عواملی که باعث رشد و توسعه این شرکت‌ها می‌شود حائز اهمیت است. دستیابی به این مهم که منجر به کسب بازده بیشتر برای شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران می‌شود در گرو سرمایه‌گذاری بیشتر می‌باشد که برای تحقق بخشیدن به این امر نیاز به تأمین مالی به وسیله شرکت‌ها است. منابع مالی شرکت‌ها معمولاً از طریق وجه نقد حاصل از عملیات (سود)، وجه نقد حاصل از سرمایه‌گذاری (سهام) واخذ وام از بانک‌ها و سایر مؤسسات اعتباری (بدهی) تأمین می‌شود. روش‌های تأمین مالی نیز یکی از اصلی‌ترین حوزه‌های تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها در راستای افزایش ثروت سهامداران به شمار می‌رود که تأمین مالی از طریق استقراض نسبت به انتشار سهام باعث افزایش بازده سهام می‌شود (مرادزاده‌فرد و نادعلی‌پورمنفرد، ۱۳۸۸). بنابراین، با توجه به اینکه تأمین مالی باعث افزایش ریسک و افزایش ریسک باعث تغییر در قیمت و نهایتاً بازده غیرعادی سهام می‌شود، لذا سرمایه‌گذاران در هنگام سرمایه‌گذاری به ساختار سرمایه، توانایی شرکت برای ایجاد وجه نقد لازم در زمینه تأمین مالی برای اجرای برنامه‌های رشد و توسعه و پرداخت سود سهام و تأثیرات آن بر قیمت و نهایتاً بازده غیرعادی سهام توجه می‌کنند.

۳. جریان‌های نقدی هر سهم

سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از سود و جریان‌های نقدی به منظور ارزیابی توانایی‌های واحد تجاری در کسب سود و ایفای تعهدات خود در آینده استفاده می‌کنند. این اطلاعات زمانی گویای عملکرد مطلوب برای واحد تجاری است که براساس هر سهم نیز گزارش شود و هرچقدر نتیجه اطلاعات مربوط به هر سهم بیشتر باشد نشان‌دهنده بازدهی و عملکرد مطلوب واحد تجاری است. با توجه به الزامات مقرر شده توسط تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری، شرکت‌ها تنها ملزم به افشای سود خالص هر سهم در صورت‌های مالی خود هستند و از آنجایی که سود هر سهم براساس سود خالص حسابداری محاسبه می‌شود دارای مشکلات مربوط به سود حسابداری است و چون جریان‌های نقدی هر سهم همانند جریان نقدی از عینیت کافی برخوردار بوده و مشکلات مربوط به سود را ندارد سرمایه‌گذاران می‌توانند از جریان‌های نقدی هرسهم به منظور ارزیابی قیمت و بازده سهام در حداکثر نمودن ثروت خود استفاده کنند. علاوه براین، افشای اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی هر سهم و تطبیق آن با سود هرسهم رابطه سود و جریان‌های نقدی را

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

بهتر نمایان می‌کند و اگر این تطبیق بصورت تجزیه وتحلیل افقی برای چندین سال استفاده شود یک دورنمایی از عملکرد آتی واحد تجاری ارائه می‌دهد (استون و نیمایر، ۲۰۰۵).

٤. اقلام تعهدی[1]

علاوه بر جریان‌های نقدی یکی دیگر از متغیرهای مورد بحث در حسابداری اقلام تعهدی است. همانگونه که هیأت استانداردهای حسابداری مالی در استاندارد حسابداری شماره ۹۵ بیان می‌دارد جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی عموماً شامل آثار نقدی معاملات و سایر رویدادهایی است که تعیین‌کننده سود خالص می‌باشد. با توجه به تعریف فوق چنین استنباط می‌شود که اقلام تعهدی تفاوت بین سود خالص و جریان نقدی عملیاتی است. از این‌رو تفکیک سود حسابداری به اجزای نقدی و تعهدی و تأثیر این اجزا بر پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی برای سرمایه‌گذاران حائز اهمیت است(ثقفی و هاشمی، ۱۳۸۳). براساس مطالعات واکنش سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی و داده‌های جریان‌های نقدی نسبت به تحلیلگران که فقط از اقلام تعهدی در تصمیم‌گیری‌های خود استفاده می‌کنند، بیش‌تر است. همچنین واکنش تحلیل‌گران مالی به اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی به‌دلیل این‌که اطلاعات فوق نشان‌دهنده توان عملیاتی واحد تجاری بوده و به لحاظ پیش‌بینی‌پذیری سود و بازده سهام اطلاعات مفیدی ارائه می‌کنند، دقیق‌تر از واکنش سرمایه‌گذاران است. این دقت نظر تحلیلگران باعث می‌شود که تحلیلگران فوق علاوه بر تحلیل تأثیر اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی بر بازده سهام به تحلیل تأثیر اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی بر بازده غیرعادی سهام نیز مبادرت نمایند(هیش‌لیفر و همکاران، ۲۰۰۹).

٥. بازده

هدف سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری کسب سود و نهایتاً به حداکثر رساندن ثروتشان می‌باشد. به منظور تحقق بخشیدن به این امر سرمایه‌گذاران در دارایی‌هایی که دارای بازده بالا و ریسک نسبتاً پایینی می‌باشند، سرمایه‌گذاری می‌کنند. چنانچه نرخ بازده یک سرمایه‌گذاری بیش از نرخ بازده مورد انتظارش باشد ارزش آن دارایی بیشتر است و ثروت سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد. با توجه به اینکه در دهه‌های جاری گرایش سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیرندگان مالی به اطلاعات جریان‌های نقدی فزونی یافته است که خود حاکی از بالا بودن محتوای اطلاعاتی این داده‌ها می‌باشد، پژوهشگران رویکردهای مختلفی را در ارزیابی این محتوای اطلاعاتی در پیش می‌گیرند و مدل‌های مختلفی نیز به منظور اثبات ادعاهای خود به کار می‌برند که از پرکاربردترین این مدل‌ها مدل‌های مبتنی بر بازده غیرعادی سهام می‌باشد. همچنین پژوهشگران از این

1. Accruals

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

پژوهش‌ها به منظور آزمون تأثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیرعادی سهام و فایده‌مندی اطلاعات حسابداری برای تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند. فاما (۱۹۹۵) و فرنچ (۱۹۹۷) و در پژوهش‌های خود دریافتند که ارزش بازار و درجه اهرم مالی از متغیرهای مؤثر بر بازده غیرعادی است.

موضوعی که در این مدل‌ها اهمیت دارد، موضوع محاسبه بازده غیرعادی سهام است که بیش از هر چیز به وجود یک بازار فعال، پر تحرک و کارا متکی است، بازاری که معاملات سهام شرکت‌ها بی‌وقفه در آن جریان دارد و نسبت به اطلاعات حساس است و واکنش نشان می‌دهد. در ادامه با توجه به وضعیت خاص بازار اوراق بهادار به روش‌های مختلف محاسبه بازده غیرعادی پرداخته می‌شود:

۵-۱. استفاده از مدل بازار با α و β مستقل برای هر شرکت

معمول‌ترین روش تعیین بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها استفاده از مدل شناخته شده بازار است که در آن بین بازده سهام یک شرکت و بازده مجموعه اوراق بهادار بازار (پرتفوی) یک رابطه رگرسیونی برقرار می‌شود و با بدست‌آوردن ضرایب α و β رگرسیون براساس اطلاعات گذشته تخمینی از بازده مورد انتظار آینده سهام شرکت متناسب با بازده بازار بدست می‌آید. به منظور محاسبه بازده یک شرکت از مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)[1] استفاده می‌شود. این مدل دارای دو پارامتر اساسی (ریسک و بازده) بوده و از قدرت پیش‌بینی‌پذیری بالایی برخوردار است. مدل مزبور در بازار سرمایه بسیار کارا که در آن سرمایه‌گذاران کاملاً آگاه و هزینه داد و ستد مالی صفر باشد محدودیت در سرمایه‌گذاری‌ها نباشد، سرمایه‌گذار بزرگی که بتواند در قیمت سهام تأثیر بگذارد وجود نداشته باشد، انتظارات سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک و بازده مشابه و نرخ بهره به منظور قرض‌دادن یا قرض‌گرفتن صفر یا نزدیک به صفر باشد کاربرد دارد. البته مدل مذکور به دلیل ناکارامدی بازار، مشکل‌بودن انتخاب شاخص و افق زمانی مناسب به منظور تخمین بتا و اینکه ترکیب پرتفوی واقعی بازار ناشناخته است در عمل قابل بکارگیری نمی‌باشد. نحوه محاسبه بازده غیرعادی با استفاده از مدل بازار به شرح زیر است (هیگنز و بکمن، ۲۰۰۶):

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_1 + \beta_1 R_{mt}) \quad (۱)$$

$$R_{it} = \alpha_1 + \beta_1 R_{mt} + e_{it} \quad (۲)$$

۵-۲. استفاده از مدل بازار با α و β نمونه

اگرچه روش بیان شده در بند (۱) شناخته‌شده‌ترین روش اندازه‌گیری بازده غیرعادی است، اما می‌توان روش دیگری را نیز مورد استفاده قرار داد و آن استفاده از مجموعه اطلاعات ماهانه شرکت‌ها برای یافتن α و β دقیق‌تری برای شرکت‌های نمونه و تشکیل مدل بازده مورد انتظار هر شرکت برای تک‌تک

1. Capital Assets Pricing Model

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

شرکت‌های عضو نمونه است. با همین مدل، بازده مورد انتظار ماهانه هر شرکت محاسبه و سپس تفاضل آن با بازده واقعی شرکت بازده غیرعادی شرکت تلقی می‌شود و از جمع بازده‌های غیرعادی ماهانه هر شرکت بازده غیرعادی سالانه که به آن بازده غیرعادی انباشته گفته می‌شود برای آن شرکت در سال مالی معین بدست می‌آید (هیگنز و بکمن، ۲۰۰۶).

۵-۳. استفاده از تفاضل بازده شرکت و بازده بازار

یکی دیگر از شیوه‌های تعیین بازده غیرعادی استفاده از تفاضل بازده شرکت و بازده بازار و تلقی آن به‌عنوان بازده غیرعادی است. در این روش عملاً با از دست دادن α و مساوی یک قرار دادن β به شکلی ساده‌تر تبدیل شده است. با استفاده از این مدل که در برخی پژوهش‌های مبتنی بر بازده سهام مورد استفاده قرار گرفته است می‌توان تفاضل بازده بازار با بازده واقعی شرکت را مقایسه و تفاضل حاصله را بازده غیرعادی آن شرکت تلقی کرد(زیوبرسکی،۲۰۰۴):

$$AR_{it} = R_i t - R_{mt} \qquad (۳)$$

با توجه به اینکه دو روش قبل بر پایه مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای می‌باشد و مفروضات مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در عمل قابل اجرا نیست معمولاً از این روش استفاده می‌شود.

۵-٤. رابطه جریان‌های نقدی با بازده غیرعادی سهام

سرمایه‌گذاران و بستانکاران دو گروه اصلی استفاده‌کننده از اطلاعات مالی به‌شمار می‌روند و بطور عمده این دو گروه در تصمیم‌گیری‌های خود به منظور کسب بازده بیشتر از اطلاعات مربوط به سود و جریان‌های نقدی استفاده می‌کنند. با توجه به اینکه سودآوری باعث تغییر در قیمت و نهایتاً افزایش بازده سهام می‌شود مکمل سودآوری وجود وجه نقد یا همان جریان‌های نقدی می‌باشد، لذا جریان‌های نقدی به‌عنوان جزء نقدی سود نیز می‌تواند بر بازده سهام تأثیرگذار باشد که این نشان از وجود محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی است به‌نحوی‌که افشای هرچه بهتر اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی باعث ارزیابی بهتر شرکت توسط سرمایه‌گذاران و بستانکاران و در نتیجه کسب بازده بیشتر نسبت به بازده بازار خواهد شد.

٦. نتیجه‌گیری

اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی یکی از مهم‌ترین داده‌های ورودی انواع مدل‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی است و با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران علاوه بر نقدینگی، سودآوری و بازدهی شرکت را نیز در زمان سرمایه‌گذاری مدنظر قرار می‌دهند در بسیاری از مواقع می‌توانند از طریق تجزیه و تحلیل اطلاعات مربوط به جریان‌های نقدی و بازده عادی و غیرعادی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

سهام منافع بیشتری کسب کنند. طبق مبانی نظری بیان شده در این مقاله جریان‌های نقدی شامل اجزای اصلی، اجزای فرعی و اجزای اصلی به ازای هر سهم است و باتوجه به مبانی نظری بیان شده به نظر می‌رسد بین جریان‌های نقدی با بازده غیرعادی سهام رابطه وجود داشته و نشان‌دهنده محتوای اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. در ضمن، با توجه به محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی هر سهم افشای این اطلاعات به همراه سود هر سهم می‌تواند در تصمیم‌های استفاده‌کنندگان مفید واقع شود.

منابع

اعتمادی، حسین و یداله تاری‌وردی (۱۳۸۵)، " تأثیر نحوه ارائه صورت جریان وجوه نقد بر قضاوت‌های سرمایه‌گذاران حرفه‌ای"، *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی* ،شماره ۴۵، صص ۸۸-۶۹.

باباجانی، جعفر(۱۳۸۹)، " نقش و جایگاه مبنای حسابداری و رویکرد اندازه‌گیری در حسابداری و گزارشگری مالی بخش عمومی"، *فصلنامه دانش حسابرسی*، شماره۲، صص۳۸-۴.

ثقفی، علی و سیدعباس هاشمی(۱۳۸۳)، " بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی ارائه مدلی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی"، *مجله بررسی های حسابداری و حسابرسی*، شماره۳۸، صص ۵۲-۲۹.

خدادادی، ولی و رضا جان‌جانی(۱۳۸۸)،" بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی سود، جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، شماره۸، صص۱۵۹-۱۳۳.

دستگیر، محسن و رامین خدابنده (۱۳۸۲)، "بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت جریان وجوه نقد با بازده سهام"، *مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز*، شماره۲، صص ۱۰۴-۱۰۱.

شباهنگ، رضا (۱۳۸۱)، *تئوری حسابداری*، جلد دوم، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی.

کمیته تدوین استانداردهای حسابرسی (۱۳۸۵)، *استانداردهای حسابرسی*، سازمان حسابرسی.

مرادزاده فرد، مهدی و حسام نادعلی‌پور منفرد (۱۳۸۸)، "رابطه جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی و بازده سهام"، *پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی*، شماره ۱، صص ۹۶-۸۹

هاشمی، سیدعباس و افشار درویشی (۱۳۸۷)، *مقایسه توانایی داده‌های روش مستقیم در مقابل داده‌های روش غیرمستقیم برای تخمین جریان وجوه نقد عملیاتی آتی در بورس اوراق بهادار تهران*، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصاد، دانشگاه اصفهان.

هندریکسن، الدوناس و مایکل اف‌ون‌بردا (۱۳۸۵)، *تئوری حسابداری*، ترجمه علی پارسائیان، تهران: انتشارات ترمه، چاپ ۸۵.

Fama, E.F. & K.R. Ferench (1995), "Size and Book-to- Market Factors in Earnings and Returns", *Journal of Finance*, Vol. 15, PP. 131-155.

Fama, E.F. & Ferench, K.R. (1997), "The Cross- Section of Expected Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 47, PP. 427-465.

Fanatical Accounting Standards Board (FASB) (1987), "Statement of Cash Flows, Statement of Financial Accounting Standards", No. 95.

Garrod, N. & M. Hadi (1998), "Investor Response To Cash Flow Information", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 25, No. 6, PP. 613-630.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

Higgins. H. N. & J. Beckman (2006), "Abnormal Returns of Japanese Acquisition Bidders-Impact of Pro-M&A Legislation in the 1990s", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 14, PP.250–268.
Hirshleifer. D., K. Hou & S. Hong Teoh (2009), "Accruals, Cash Flows, and Aggregate Stock Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 91, PP. 389–406.
IASB (1993), "Statement of Cash Flows, International Accounting Standards", No. 7.
Joshua,L. & L. E.German (2008), "Quarterly Accruals or Cash Flows in Portfolio Construction?", *Financial Analysts Journal*, Vol. 64, No. 3.
Neal, A. M. Cheng & R. Czernkowski (2010), "Cash Flow Desegregation and the Prediction of Future Earnings", *Accounting and Finance Journal*, Vol. 50, PP. 1-30.
Stone, K.E. & R.D. Niemeyer (2005), "Integrating Earning and Cash Flows Per Common Share", *Journal of Theoretical Accounting Research*, Vol. 1, No.1.
Tao Wang, D. Thomakos & G. Papanastasopoulos (2010), "The Implications of Retained and Distributed Earnings for Future Profitability and Stock Returns", *Review of Accounting and Finance*, Vol. 9, PP. 395-423.
Yahyaee. H. Al, M. Phamb & S. Walter (2010), "The Information Content of Cash Dividend Announcements in a Unique Environment", *Journal of Banking & Finance*, PP. 1–7.
Ziobrowski, A. (2004), "Abnormal Returns from the Common Stock Investments of the U.S. Senate", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 39, No. 4, PP. 1-16.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-08]